

日期：2020 年 4 月 10 日



分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 证书编号: S0870517070002

价格趋低打开利率体系下行空间

——2020 年 3 月物价数据点评

■ 主要观点：

复工稳产消费品价格回落，工业品跌幅加深

CPI 高位明显回落。从环比看，CPI 由上月上涨 0.8% 转为下降 1.2%。由于复工复产的加快，交通物流的逐渐恢复，消费品的供给明显有了保障，有利于价格的回落，尤其是食品。从同比来看，CPI 上涨 4.3%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点。其中，食品价格上涨 18.3%，涨幅回落 3.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 3.70 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，但仍处于低位运行。由于油价拖累，PPI 跌幅进一步加深。从环比看，PPI 下降 1.0%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点。3 月由于国际油价的暴跌，导致主要大宗商品价格均有所下行，原油、钢材和有色金属等行业产品价格降幅有所扩大。从同比来看，PPI 下降 1.5%，降幅比上月扩大 1.1 个百分点。主要行业中，石油、化工、黑色、有色等行业跌幅扩大。整体来看，消费品工业品价格双双回落。

资本市场波动中向好

中国资本市场中波动中向好趋势不变，核心资产仍是首选。海外疫情恶化导致海外市场波动性加大，非常规政策增多，情绪传染暂时会增加市场波动性，但在经济好转确认、利率下降、流动性趋松下，资本市场好转趋势不变。海内外疫情的变化带来的预期变化和货币政策操作框架变化，推动了中国利率期限结构下降，形状改善，信用风险缓释态势延续，市场平稳中趋于活跃；股市伴随通胀预期扭转和经济内生动力上行，趋向好转，分化延续、核心资产中科技主线突出。货币政策宽松的降低市场利率效应，更是对债市有直接地推动作用。年初降准+降息后，货币市场利率水平已下台阶，此次定向降准以及超额准备金率的下调，打开了短端下行空间，利率下行的趋势不变。

价格趋低打开利率体系下行空间

季节性价格下降叠加猪肉价格的趋势性下行，使得 3 月份的价格环比回落幅度超过以往正常年份。生猪生产的恢复及供应紧张状况的缓解，使得猪肉价格缓慢下行态势仍将持续。另一方面，定价体系变化带来国际原油市场低位震荡趋势，也将延续较长时期；受此影响，国际大宗商品市场价格低迷态势也将延续。因此，国内价格在经济运行压力较大情况下，继续回落趋势不变；工业品价格轻微萎缩态势也将延续。价格趋低为货币当局降低融资利率打开了空间，未来货币当局将进一步调降各类基础货币投放工具的利率，从而引导货币市场利率、进而整个市场利率体系下行。不过中国当前市场利率体系的最要问题是理财利率等刚性较大，这反映了流动性分布结构仍有完善的空间，即需要继续推动资金由金融领域转向实体部门，从而推动实体领域融资利率的下降，尤其是中小企业融资利率的下降。

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

事件：3 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2020 年 3 月份，全国居民消费价格同比上涨 4.3%。其中，城市上涨 4.0%，农村上涨 5.3%；食品价格上涨 18.3%，非食品价格上涨 0.7%；消费品价格上涨 6.2%，服务价格上涨 1.1%。一季度，全国居民消费价格比去年同期上涨 4.9%。3 月份，全国居民消费价格环比下降 1.2%。其中，城市下降 1.2%，农村下降 1.3%；食品价格下降 3.8%，非食品价格下降 0.4%；消费品价格下降 1.7%，服务价格下降 0.3%。2020 年 3 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 1.5%，环比下降 1.0%；工业生产者购进价格同比下降 1.6%，环比下降 1.1%。一季度，工业生产者出厂价格比去年同期下降 0.6%，工业生产者购进价格下降 0.8%。

表 1：3 月 CPI、PPI 数据预期 (%)

	实际值	上海证券	上月值	去年同期
CPI 同比	4.3	4.9	5.2	2.3
PPI 同比	-1.5	-0.7	-0.4	0.4

数据分析：数据特征和变动原因

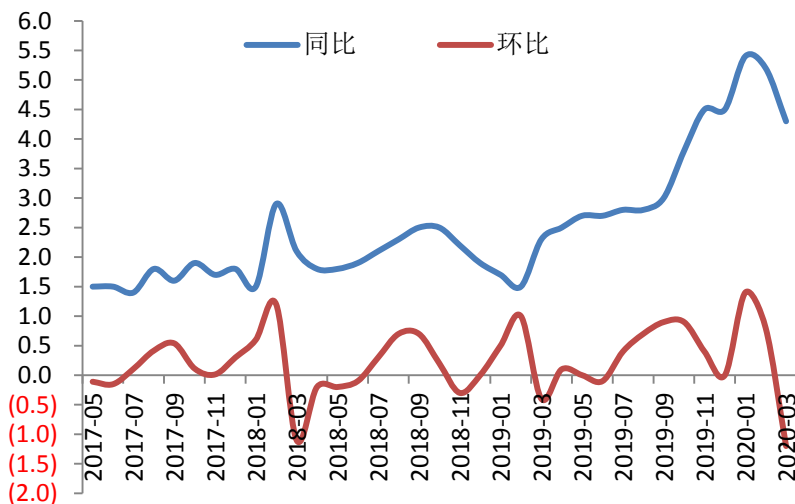
1. 复工稳产，消费品价格回落

从环比看，CPI 由上月上涨 0.8%转为下降 1.2%。由于复工复产的加快，交通物流的逐渐恢复，消费品的供给明显有了保障，有利于价格的回落，尤其是食品。食品价格由上月上涨 4.3%转为下降 3.8%，影响 CPI 下降约 0.90 个百分点，是带动 CPI 由涨转降的主要因素。食品中，粮油供应稳定，粮食价格持平，食用油价格下降 0.1%；春季时令菜上市量增加，物流运输成本下降，鲜菜价格下降 12.2%；猪肉价格随着供给的增加，尤其是各地储备肉的加大投放后明显回落，下降 6.9%；由于市场供应充足，鸡蛋、水产品 and 鲜果价格分别下降 5.1%、3.5%和 0.2%。非食品价格下降 0.4%，降幅比上月扩大 0.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.32 个百分点。非食品中，3 月由于国际油价的暴跌，汽油、柴油和液化石油气价格分别下降 9.7%、10.5%和 4.3%；疫情期间出行需求大幅减少，飞机票价格下降 28.5%。

从同比来看，CPI 上涨 4.3%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点。其中，食品价格上涨 18.3%，涨幅回落 3.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 3.70 个百分点。食品中，猪肉价格上涨 116.4%，涨幅回落 18.8 个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格涨幅在 10.7%—21.7%之间；鲜菜价格由上月上涨转为下降 0.1%；鲜果价格下降 6.1%，降幅扩大 0.5 个百分点。非食品中，教育文化和娱乐、医疗保健价格分别上涨 2.5%和

2.2%，交通和通信价格下降 3.8%。3 月份，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，但仍处于低位运行。据测算，在 4.3% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.3 个百分点，新涨价影响约为 1.0 个百分点。

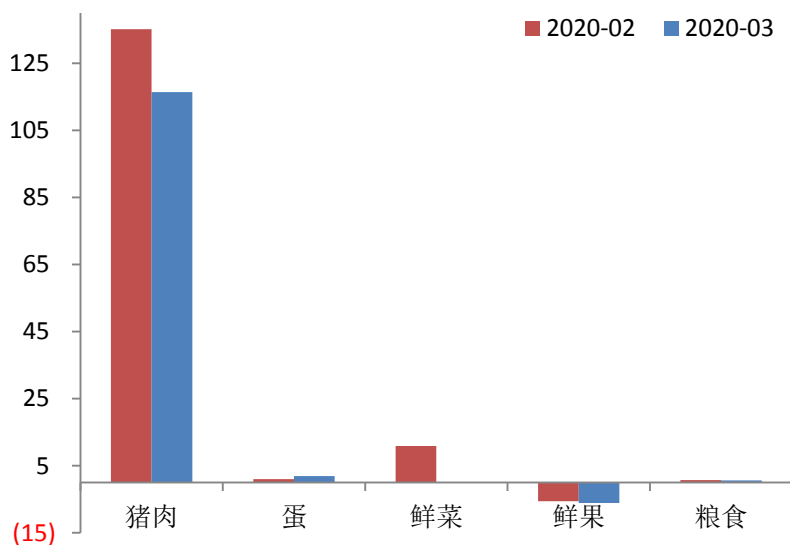
图 1：CPI 同比、环比(%)



数据来源：wind, 上海证券研究所

3 月份，食品烟酒类价格同比上涨 13.6%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 4.10 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 78.0%，影响 CPI 上涨约 3.44 个百分点，其中猪肉价格上涨 116.4%，影响 CPI 上涨约 2.79 个百分点；水产品价格上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；蛋类价格上涨 1.9%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；鲜果和鲜菜价格分别下降 6.1% 和 0.1%，合计影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。

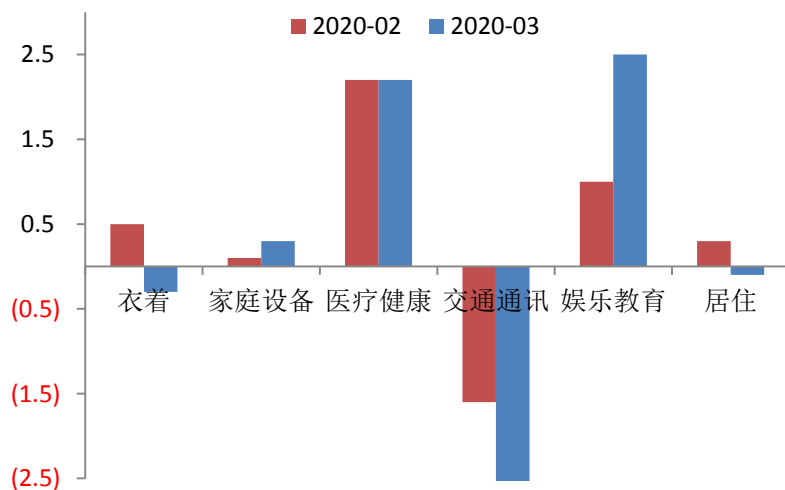
图 2：食物价格分项同比 (%)



数据来源：wind, 上海证券研究所

3 月，其他七大类价格同比四涨三降。其中，其他用品和服务、教育文化和娱乐价格分别上涨 5.3% 和 2.5%，医疗保健、生活用品及服务价格分别上涨 2.2% 和 0.3%；交通和通信、衣着、居住价格分别下降 3.8%、0.3% 和 0.1%。

图 3：非食物分项同比 (%)



数据来源：wind, 上海证券研究所

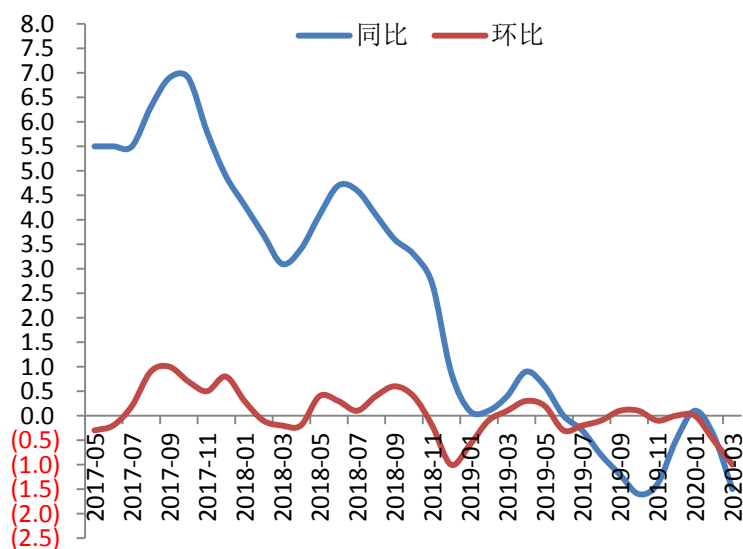
2. 油价拖累，PPI 跌幅加深

从环比看，PPI 下降 1.0%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点。其中，生产资料价格下降 1.2%，降幅扩大 0.5 个百分点；生活资料价格由平转降，下降 0.2%。从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 10 个，下降的 28 个，持平的 2 个。3 月由于国际油价的暴跌，导致主

要大宗商品价格均有所下行，原油、钢材和有色金属等行业产品价格降幅有所扩大。其中，石油和天然气开采业下降 17.0%，扩大 6.0 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 7.8%，扩大 3.4 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业下降 3.5%，扩大 2.0 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 1.9%，扩大 0.5 个百分点。上述四个行业合计影响 PPI 下降约 0.67 个百分点。农副食品加工业价格由涨转降，下降 0.5%。煤炭开采和洗选业价格由平转涨，上涨 0.3%。

从同比来看，PPI 下降 1.5%，降幅比上月扩大 1.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 2.4%，降幅扩大 1.4 个百分点；生活资料价格上涨 1.2%，涨幅回落 0.2 个百分点。主要行业中，石油、化工、黑色、有色等行业跌幅扩大。主要行业中，价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降 21.7%，扩大 21.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 10.6%，扩大 9.8 个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降 5.3%，扩大 1.0 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 3.9%，扩大 3.0 个百分点。煤炭开采和洗选业价格下降 3.6%，降幅收窄 0.4 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格由涨转降，下降 3.5%。据测算，在 3 月份 1.5% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为 -1.5 个百分点。

图 4：PPI 同比、环比 (%)

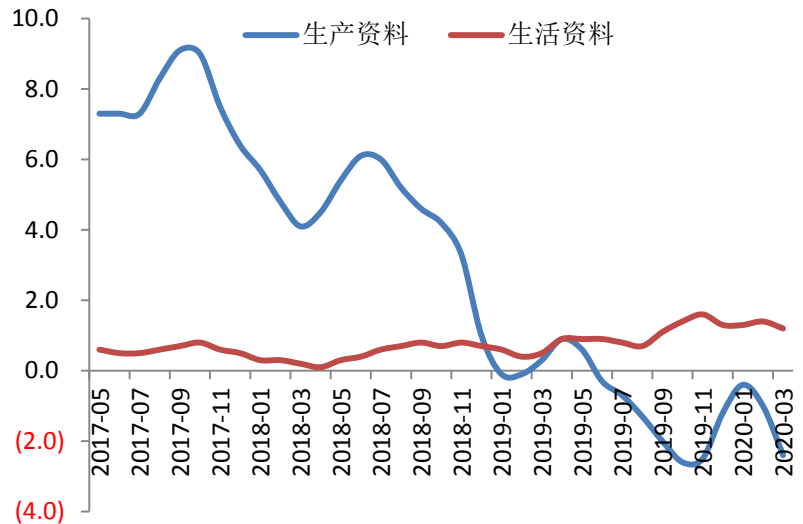


数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 2.4%，降幅比上月扩大 1.4 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.79 个百分点。其中，采掘工业价格下降 4.0%，原材料工业价格下降 5.2%，加工工业价格下降 1.2%。生活资料价格同比上涨 1.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.32 个

百分点。其中，食品价格上涨 4.5%，衣着价格下降 0.5%，一般日用品价格上涨 0.1%，耐用消费品价格下降 1.9%。

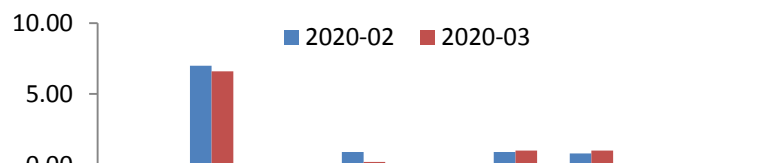
图 1：生产资料和生活资料价格指数 (%)



数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者主要行业出厂价格中，煤炭开采和洗选业价格同比下降 3.6%，降幅收窄 0.4 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 6.6%，涨幅收窄 0.4 个百分点；石油和天然气开采业下降 21.7%，降幅扩大 21.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 10.6%，降幅扩大 9.8 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 3.9%，降幅扩大 3 个百分点。

图 6：PPI 细项 (%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5864

